

结构性去杠杆：进程、逻辑与前景^{*}

——中国去杠杆 2017 年度报告

张晓晶 常欣 刘磊

内容提要：本文对 1993—2017 年的中国全社会杠杆率以及居民、非金融企业、政府和金融部门杠杆率做了最新估算，并将 1993 年以来的实体经济杠杆率演进作了四阶段划分。自 2015 年 10 月中央提出降杠杆目标以来，中国已进入了强制去杠杆阶段，非金融企业和政府部门杠杆率开始企稳并在 2017 年有所回落，宏观杠杆率也得到有效控制。从全局看，国有企业与地方政府（隐性债务）仍是去杠杆重点，居民杠杆率的快速攀升须警惕。未来看，结构性去杠杆将成为中国去杠杆的基本逻辑和遵循。

关键词：宏观杠杆率 杠杆率风险 结构性去杠杆

本轮国际金融危机以来，去杠杆成为主要发达经济体摆脱危机、回归正常轨道的基本共识。新兴经济体总体上杠杆率不算高，因此去杠杆任务并不紧迫。但中国不一样。为应对国际金融危机所带来的外部冲击，2008 年中国启动了大规模刺激计划，由此开启了宏观杠杆率快速攀升的通道。我们的估算显示，2008—2015 年，这 7 年时间里杠杆率增长了 86.2 个百分点，平均每年增长超过 12 个百分点。

过快上升的杠杆率对我国宏观经济金融稳定带来严峻挑战，并引起了中央的高度重视。2015 年 10 月，党的十八届五中全会提出降低杠杆率的要求，年底的中央经济工作会议将去杠杆作为供给侧结构性改革的目标之一。从这时起，中国开始了实实在在地去杠杆进程。2016 年 10 月，《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》正式提出企业去杠杆。在 2017 年全国金融工作会议上，习近平总书记强调要推动经济去杠杆，处理好稳增长、调结构、控总量的关系；要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。2018 年中央财经委员会首次提出要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求；强调去杠杆的重点为地方政府和国企部门，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。

结构性去杠杆的深意在于：不求总杠杆率的快速下降（这实际上很难做到），而是在总杠杆率相对平稳的情况下，实现局部去杠杆。这体现出稳中求进的总基调：稳，即总杠杆率的平稳；进，即部门杠杆率出现局部（而非全部）的下降。

从一般性地去杠杆，到企业去杠杆，到国有企业降杠杆作为重中之重，再到最新提出的结构性去杠杆，这一方面体现了决策者对去杠杆问题认识的逐步深化，另一方面也揭示出去杠杆措施越来越精准。高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源，去杠杆是关系全局的大问题。把握好去杠杆的方向，同时找到推进去杠杆的主要矛盾和现实抓手，才是务实可行的去杠杆策略。

* 张晓晶、刘磊，中国社会科学院国家金融与发展实验室，邮政编码：100020，电子邮箱：zhang_xj@cass.org.cn，nankaistar@hotmail.com；常欣，中国社会科学院经济研究所、中国社会科学院国家金融与发展实验室，邮政编码：100836，电子邮箱：chzh1326@126.com。本文为中国社会科学院国家金融与发展实验室国家资产负债表研究中心“中国去杠杆跟踪研究”课题的阶段性成果。感谢匿名审稿人的建议，文责自负。

一、2017 年宏观杠杆率得到有效控制

总体上看,宏观杠杆率得到了有效控制。2017 年包括居民、非金融企业和政府部门的实体经济杠杆率由 2016 年的 239.7% 上升到 242.1%,上升了 2.3 个百分点。对比 2008—2016 年,杠杆率年均上升 12.3 个百分点,当前的杠杆率增速已是大幅回落,趋于平稳。

结构上看,非金融企业部门杠杆率下降、政府部门杠杆率略有回落与金融部门加速去杠杆,体现出结构性去杠杆的基本思路。具体来说:非金融企业部门杠杆率由 2016 年的 158.2% 回落至 156.9%,下降了 1.3 个百分点;政府部门杠杆率从上年的 36.6% 下降到 36.2%,回落 0.4 个百分点。与此同时,居民部门杠杆率从 2016 年的 44.8% 上升到 49.0%,提高了 4.1 个百分点,可见 2017 年的总杠杆率上升主要是居民杠杆率攀升所致。

从 1993 年至 2017 年,实体经济杠杆率由 107.8% 上升至 242.1%,24 年间上涨了 134.3 个百分点。根据杠杆率变化的特点,大体上可以分为四个阶段(见图 1)。

第一,平稳加杠杆阶段。1993—2003 年,这 10 年里杠杆率共增长 41.6 个百分点,平均每年增长 4 个百分点。这段时间债务和广义货币的增速较高,而名义 GDP 增速自 1997 年以来徘徊在 10% 附近,由此导致杠杆率的逐步增长。此外,20 世纪末的亚洲金融危机以及 21 世纪初的互联网泡沫破灭加上 2003 年的非典,对于杠杆率的上升都有一定的刺激作用。

第二,“自主”去杠杆阶段。2003—2008 年,这 5 年间杠杆率下降了 8.2 个百分点。这段时间名义 GDP 高速增长,增速最低的年份也达到了 16%,最高达到 23%,名义 GDP 增速超过了债务和货币增速,实体经济杠杆率下降。这 5 年去杠杆过程的最大特点是债务温和上升伴随经济飞速上涨,这是全球经济大繁荣与中国经济上升周期相重合的阶段。相比于现阶段的“强制”去杠杆,2008 年之前的 5 年去杠杆是一个“自主”的过程,甚至也可以称之为“好的”去杠杆,即并未伴随经济的痛苦收缩。

第三,快速加杠杆阶段。2008—2015 年,这 7 年时间里杠杆率增长了 86.2 个百分点,平均每年增长超过 12 个百分点。2009 年由于大规模刺激政策的启动,债务出现了跃升,当年债务增速高达 34%,而名义 GDP 增速则回落至 9%,随后债务增速持续下滑但名义 GDP 增速下滑速度更快,2015 年名义 GDP 增速跌到了最低点的 7.0%。这段时期的主要特点是债务增速在开始两年出现跳升后

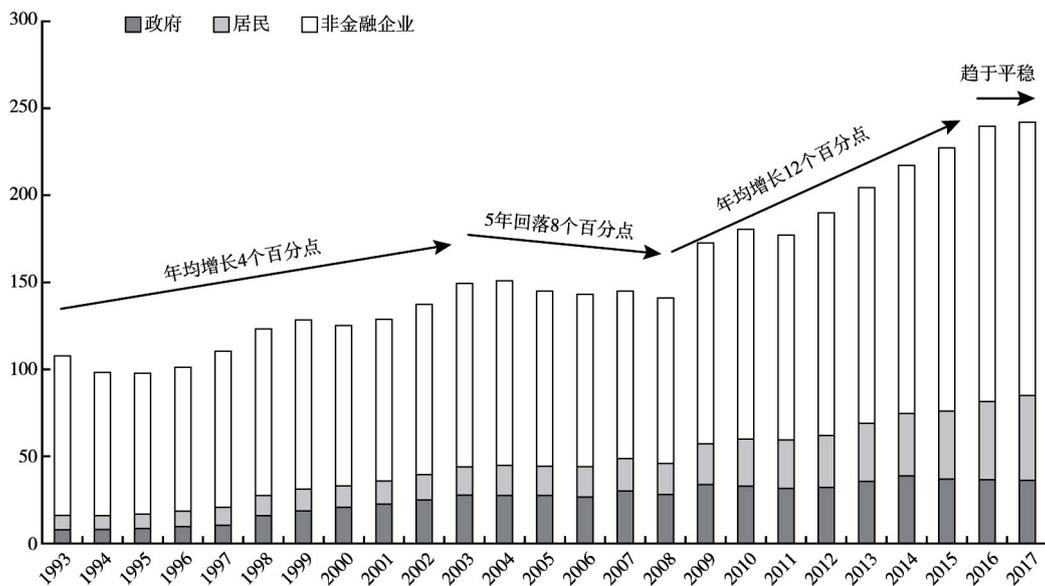


图 1 实体经济部门杠杆率及其分布(%)

资料来源:中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind;国家资产负债表研究中心。

持续下降,但名义GDP增速以更快的速度下降。分部门来看,非金融企业杠杆率的增速最高,由2008年的95.2%增加到2015年的151.2%,7年急升56个百分点。

第四,“强制”去杠杆阶段。2015年10月中央提出降杠杆任务,但2016年实体经济杠杆率仍上升了12.4个百分点,金融部门杠杆率也还在上升,去杠杆未见实效。原因大略有三:一是当时提出去杠杆,虽然在认识层面达成共识,但在实践层面,却还没有找到抓手和着力点,因而2016年就呈现出去杠杆较难推进的局面;二是2016年一季度GDP增长6.7%,创28个季度新低,也让相关政府部门在执行去杠杆任务时产生顾虑;三是居民杠杆率出现加速上涨,2016年居民杠杆率上升5.7个百分点,而之前每年上升不过2到3个百分点,增幅几近翻番。

去杠杆真正略有成效的是2017年,总杠杆率仅比上年微升2.3个百分点,并出现了局部去杠杆。如果我们将时间跨度拉长,不是关注这一两年,而是过去二十几年的变化,就能体会到当前宏观杠杆率趋于平稳是来之不易的成绩。

二、各部门杠杆率的风险分析

结构性去杠杆突出了从部门结构视角来考察杠杆率风险的意义,下面我们将对部门杠杆率风险进行具体剖析。

(一)居民部门杠杆率快速攀升,但风险不宜被夸大

居民部门加杠杆近两年呈现加速态势:1993—2008,由8.3%上升到17.9%,15年增长不到10个百分点;2008—2017,由17.9%上升到49%,9年上升了31个百分点,年均增幅近3.5个百分点;近两年年均增幅更是达到4.9个百分点,见图2。

居民部门杠杆率的上升不是中国独有的现象。二战以后,随着居民生活水平的提高、金融市场的创新以及房地产发展,主要发达国家的居民部门不断有加杠杆冲动。美国居民部门的杠杆率在20世纪50年代仅有20%,到2008年金融危机前的最高点已接近100%。英国、加拿大、德国、日本等国的居民部门在战后也经历过类似于美国这样杠杆率大幅上升的过程,如图3所示。截至2017年3季度末,美国、英国、加拿大、德国和日本居民部门的杠杆率分别为79%、87%、10%、53%和57%,均比战后有了大幅抬升。居民杠杆率与房地产市场的发展密不可分。以美国为例,其居民债务中的住房抵押贷款占比始终稳定的维持在60%至80%之间,当前为66%。消费性贷款占比较低,大部分时间都在30%以下,当前为25%。可见,正是住房市场的快速发展拉动了居民的住房抵押贷款,才带来

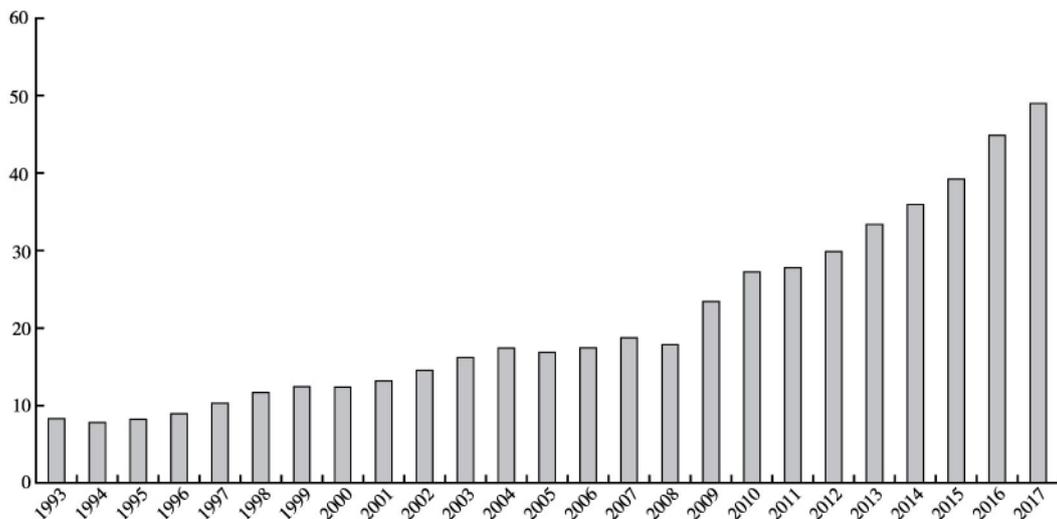


图2 居民部门杠杆率(%)

资料来源:中国人民银行、国家统计局、Wind;国家资产负债表研究中心。

了居民杠杆率的不断上升。居民部门杠杆率的上升,带来了房地产市场的空前繁荣,这种繁荣反过来促进居民购买更多房产,进一步推升杠杆率。美国 OFHEO(Office of Federal Housing Enterprise Oversight)房屋价格指数从 1975 年的 60 一路飙升到当前的 400,房地产价格在 40 年间翻了近 7 倍。居民部门所拥有的房地产价值也从 1975 年的 1.7 万亿美元上涨到 2016 年年末的 26 万亿美元。房地产价值的上升以及居民部门资产价值的上升,无不受到居民部门杠杆率上升的推动。

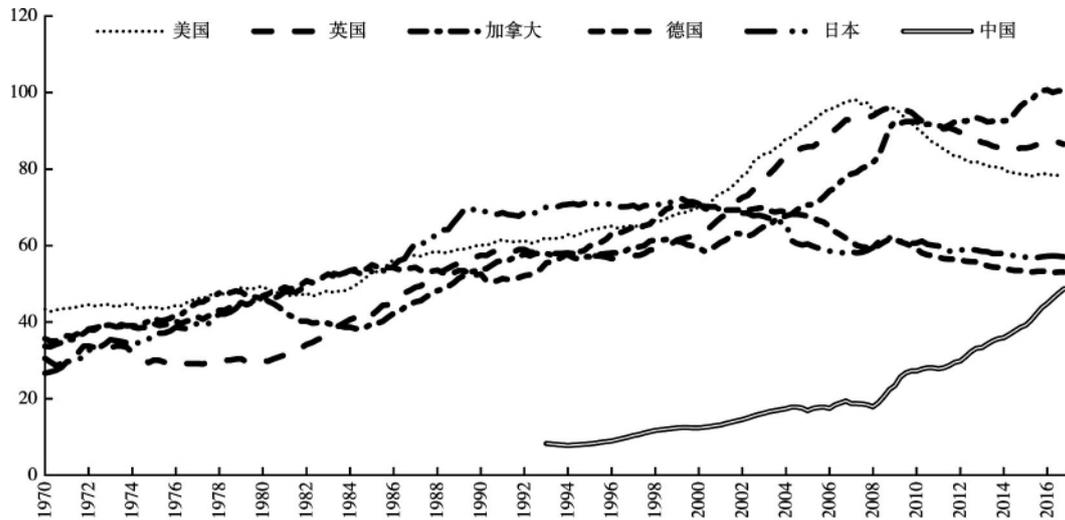


图 3 各国居民部门杠杆率(%)

资料来源:国际清算银行;国家资产负债表研究中心。

我国居民部门杠杆率的快速攀升导致风险凸显。一方面由于短期消费贷成为变相的抵押贷,加大了风险;另一方面,较大的贫富差距也使得平均意义上的杠杆率不能完全反映实质上的结构性风险。2017 年居民短期消费性贷款增长过快,全年上涨了 38%,这些贷款有相当大一部分仍然是住房贷款的替代形式。2017 年以来各地纷纷推出住房限贷政策,银行收紧了房地产贷款额度,批贷周期也相应拉长,使得部分贷款需求转向了短期消费贷。这部分贷款缺少实物资产的抵押,银行面临的风险敞口更大。此外,一般寻求消费贷来作为降低首付比例的家庭,其金融资产规模也势必有限。而拥有大量存款类金融资产的家庭,其贷款比例也一定有限。这种因收入与财富差距造成的居民部门内部资产结构扭曲使得平均意义上的杠杆率风险加大。拥有负债的家庭缺少相应的金融资产作为覆盖,一旦其收入流出现问题,就会出现违约风险。

尽管如此,我们坚持认为,居民部门杠杆率风险不宜被夸大。首先,从收入流角度,根据我们的估算,居民每年债务负担(即年还本付息额)尚不到可支配收入的 10%。也就是说,居民能够以其可支配收入来还本付息。居民债务偿还的主要来源是可支配收入,只要收入本身可以承担每年还本付息压力,则居民债务便不会对金融稳定性产生影响。假设银行贷款利率为 4.9%、平均贷款久期为 15 年,则每年还本付息的压力约为债务余额的 10%。我国 2017 年末居民债务余额 40.5 万亿,按 10% 计算,每年需还本付息 4 万亿,仅占居民可支配收入的 8% 左右,占居民消费支出的 13%。由于居民债务的过快增长,居民每年还本付息压力显著增大,但当前尚处于可控范围之,还具有一定的加杠杆空间,如图 4 所示。

其次,即便在收入出现下降的时候,居民仍有大量的存量金融资产来应对流动性风险。我国居民部门由于长期较高的储蓄率,积累了大量的金融资产。2017 年债务余额虽然有 40.5 万亿,但居民现金与存款加总达 70.9 万亿,远超贷款余额。此外,当前居民还持有货币型公募基金 6.7 万亿,非保本型理财资金余额约 23 万亿,公积金存款余额 4.6 万亿。在现金与存款的基础上,再加上这几项与存款类似的资产,总额超过 100 万亿,是贷款余额的两倍多。单独比较居民部门贷款与现金加存

款的比例,2017年末中国为57%,稍高于日本,但远小于美国、英国、加拿大、德国等发达国家,如图5所示。再考虑到非保本理财、货币型基金等类存款资产,中国居民持有的低风险金融资产足以应对暂时的流动性风险。在次贷危机期间,美国贷款与存款加现金的比例高达223%,加拿大和英国也均高于100%,这与中国当前的处境是完全不同的。

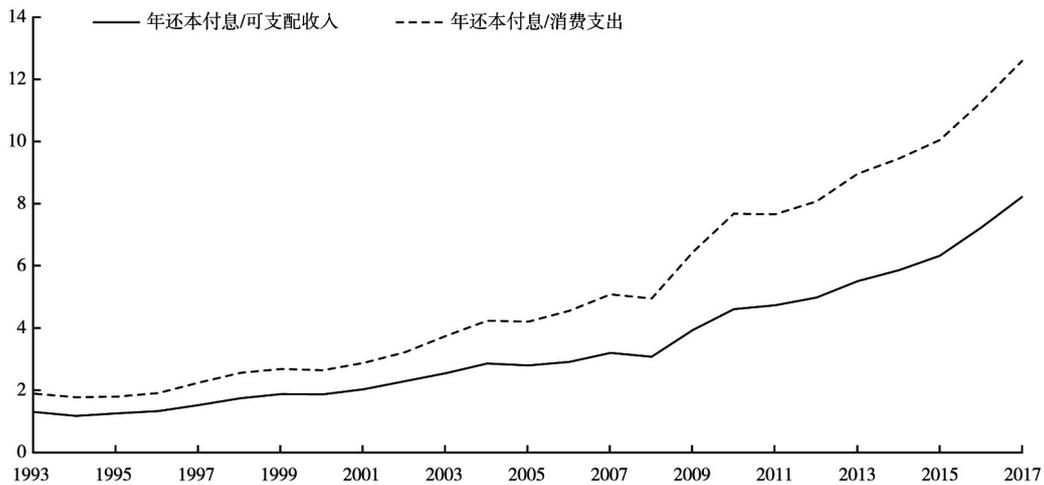


图4 居民还本付息压力与可支配收入及消费支出的比例(%)

资料来源:中国人民银行,国家统计局;国家资产负债表研究中心。

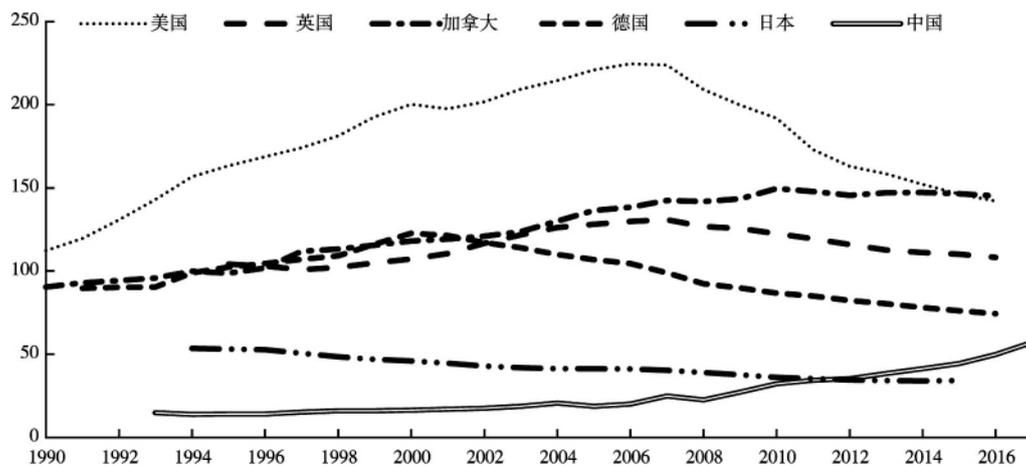


图5 各国居民部门贷款/(存款+现金)(%)

资料来源:各国统计部门;国家资产负债表研究中心。

再次,居民高储蓄率提供了最终保证,显示有足够的清偿能力。我国居民部门长期具有较高的储蓄率,20世纪90年代至今大部分时间储蓄率都高于30%,2010年达到最高点42.1%,随后有所下降。2015年回落至37.1%,但仍高于全球平均水平。相比较而言,美国2017年居民储蓄率为6.9%,韩国和日本2016年居民储蓄率为13.1%和2.4%。我国居民部门极高的储蓄率将可支配收入转化为资产存量,从而降低了居民部门的债务风险。近年来,居民存款增速处于较低水平,2017年同比增长7.4%,而贷款增速较高,2017年增长21.4%,但居民部门储蓄存款仍远高于居民负债。2017年居民负债余额40.5万亿,存款余额65.2万亿。居民储蓄存款下降主要有两方面原因:一是房地产市场和资本市场的发展,使得居民的资产配置更趋于多元性,储蓄存款在居民资产中占比下降;二是居民储蓄率略有下降也导致居民储蓄存款增速下降。但总体上,我国居民储蓄存款规模依然处于较高水平,如图6所示。

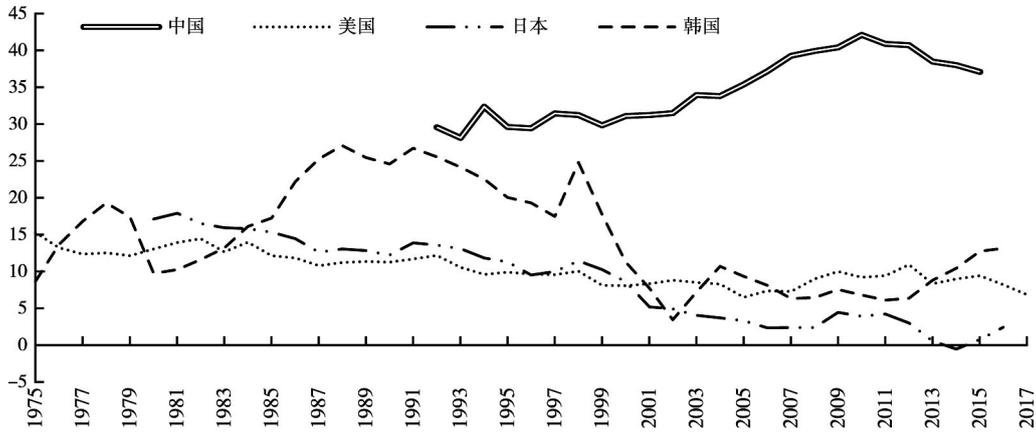


图 6 中美日韩四国居民部门储蓄率(%)

数据来源：各国统计部门。

注：居民部门储蓄率 = (1 - 居民消费 / 居民可支配收入) × 100%。

(二) 非金融企业部门杠杆率开始回落，国企出现降杠杆苗头

过去 20 多年，非金融企业部门杠杆率与总杠杆率的变动态势基本一致，真正地去杠杆是在 2017 年，由上年的 158.2% 回落至 156.9%，下降了 1.3 个百分点，如图 7 所示。

非金融企业部门去杠杆的主要贡献来自于非国有企业，国有企业杠杆率仍显著高于非金融企业的平均水平，但已出现了降杠杆的迹象。2017 年国企资产负债率为 65.7%，相比上一年下降了 0.4 个百分点；而规模以上工业企业资产负债率为 55.5%，相比上一年下降 0.3 个百分点（见图 8）。

我们统计了当前在 A 股上市且实际控制人为国资委的中央企业共计 342 家，2017 年 3 季报相对于 2015 年年报，企业资产负债率下降的家数为 175，超过了一半。进一步，当前市值超过 800 亿的国资委控股公司共计 23 家，2017 年 3 季度末资产负债率相对于 2015 年末末下降的有 13 家，占比更高。各省国资委实际控制的上市公司共计 643 家，2017 年 3 季度相对于 2015 年资产负债率下降的数量为 330 家，也超过了一半。从整体来看，市值更大企业的资产负债率下降更多。

尽管国有企业（特别是上市公司）资产负债率有所下降，但非国有企业资产负债率下降速度更快，使得国有企业债务占比依旧保持在高位。当前国有企业债务规模 99.7 万亿，同比增幅 15%，其中带息负债约占全部债务的 80% 左右。根据估算，国有企业债务占全部非金融企业部门债务的 62%，相比 2016 年上升了 3 个百分点（见图 9）。可见，国有企业去杠杆仍是重中之重。

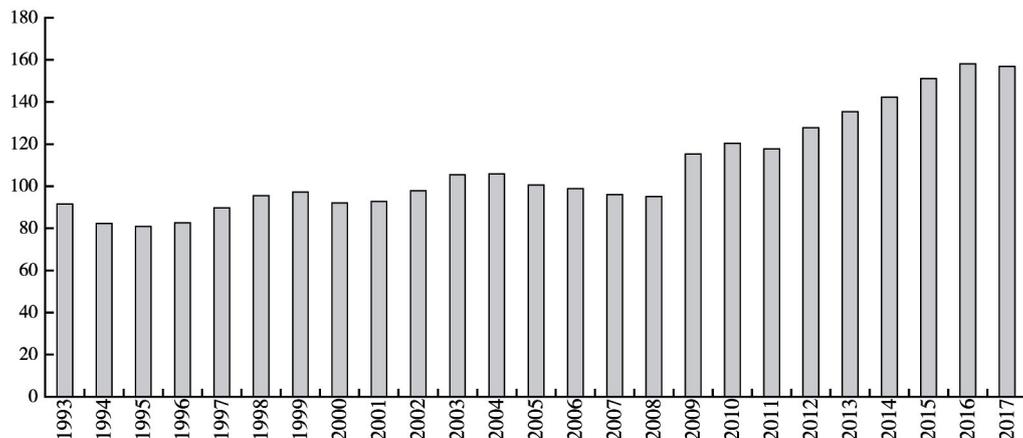


图 7 非金融企业部门杠杆率(%)

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

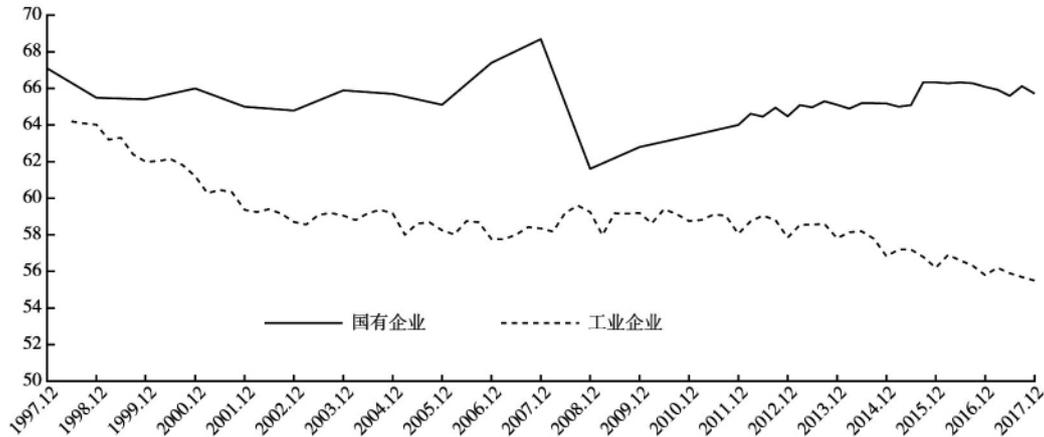


图8 国有企业与工业企业资产负债率(%)

资料来源:国家统计局、Wind;国家资产负债表研究中心。

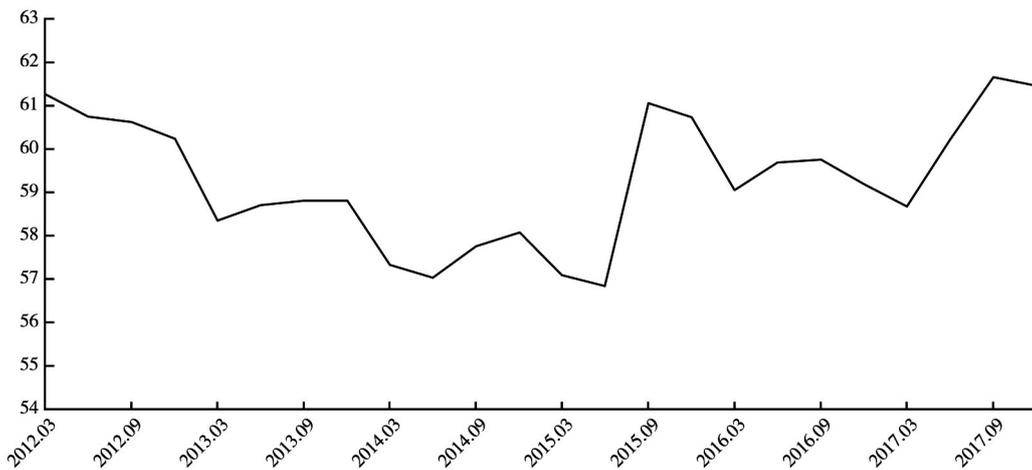


图9 国有企业债务占比(%)

资料来源:国家统计局、Wind;国家资产负债表研究中心。

值得一提的是企业境外融资。当前非金融企业外债余额达4.4万亿人民币,约占GDP的5.3%,风险可控,如图10所示。除了境内企业外债,一些在境外进行投资的企业还采用内保外贷的形式从境外获得融资,而这种境外融资,不在统计范围。2017年12月国家外汇管理局发布了《关于完善银行内保外贷外汇管理的通知》,对内保外贷行为进行严监管,并且通报查处了一系列银行违规内保外贷行为,预期未来这类债务占比将会降低。

(三)政府部门杠杆率平稳,地方政府隐性债务是关注重点

2017年政府总杠杆率从上年的36.6%下降到36.2%,回落0.4个百分点。其中,中央政府杠杆率从2016年的16.1%上升至16.2%,上升了0.1个百分点;地方政府杠杆率由2016年的20.6%下降到19.9%,下降了0.6个百分点,参见图11。

全年中央政府债务增长了1.46万亿,地方政府债务增加1.19万亿,合计占当年GDP的3.2%。中央政府债券和地方政府债券余额分别为13.43万亿和14.74万亿元。地方政府债券已经超过了中央政府国债,并占到地方政府债务余额的89%左右,成为地方政府债务最主要的构成部分。根据国务院《关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案的说明》中披露的数据,截至2014年底,地方政府性债务总规模为24万亿元,具体来看,政府负有偿还责任的债务为15.4万亿元,或有债务(即政府负有担保责任的债务和可能承担一定救助责任的债务)为8.6万亿元,但只有前者是被

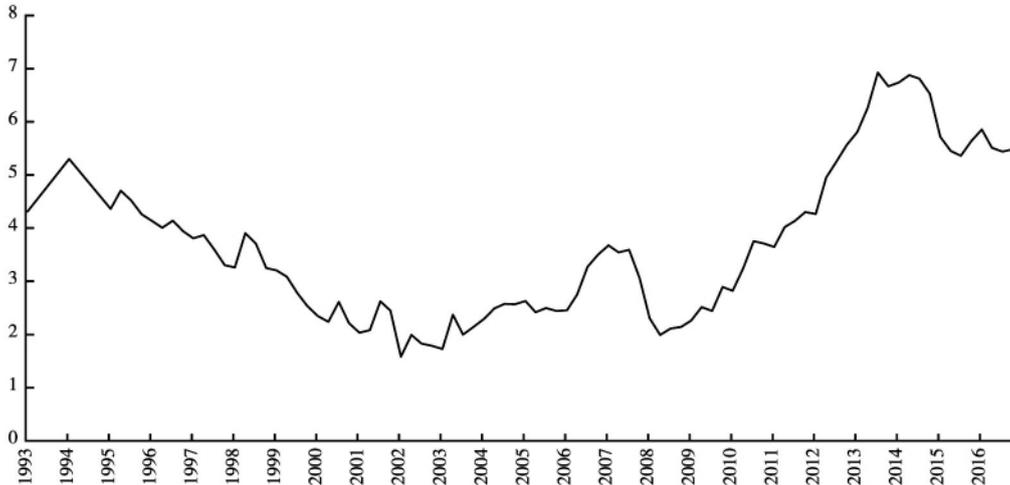


图 10 企业外债/GDP(%)

资料来源：外管局、BIS(国际清算银行)；国家资产负债表研究中心。

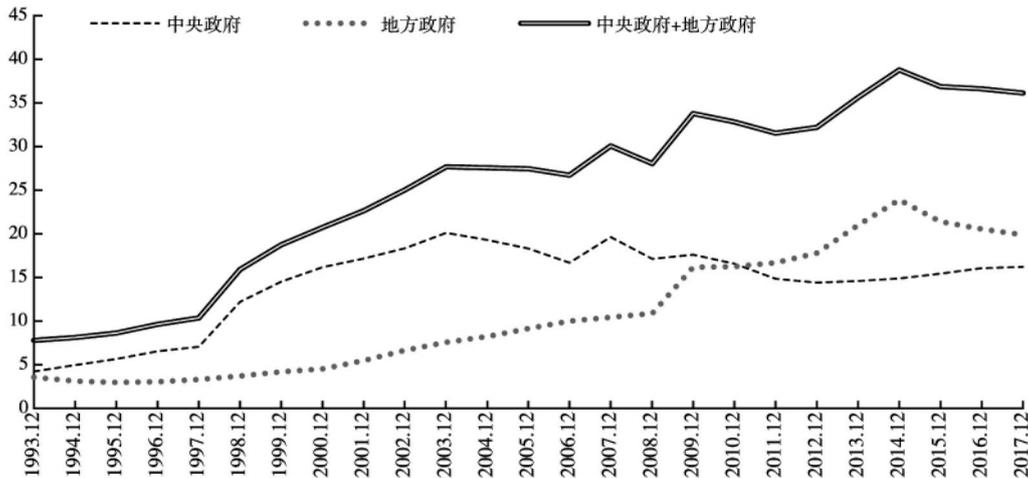


图 11 政府部门杠杆率

资料来源：BIS、中国人民银行、国家统计局、财政部、Wind；国家资产负债表研究中心。

锁定的地方存量债务。在这 15.4 万亿元中，有 1.06 万亿元是之前发行的地方政府债券部分，剩余 14.34 万亿元是通过银行贷款、BT(含拖欠工程款等应付工程款)、企业债券(含中期票据、短期融资券)、信托和个人借款(含面向个人的集资)等非(政府)债券方式举借的存量债务。《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》(财预〔2015〕225 号)明确指出，地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，通过三年左右的过渡期，由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。根据财政部披露的数据，截至 2017 年 12 月末，非政府债券形式存量政府债务 1.73 万亿元。

国际上通常以“马斯特里赫特条约”所设定的 60% 预警线作为政府杠杆率的参考标准，以此观之，中国政府债务风险处于可接受的水平。尽管政府显性债务杠杆率相对较低，但(地方)隐性债务风险值得高度警惕。

首先，融资平台债务增速放缓，但有些情况下还要增加对平台企业的持续补贴；融资担保债务在引入市场化机制，但实践中违规担保和变相举债仍时有发生。当前地方政府融资平台债务约 30 万亿元，约占 GDP 的 40%，是地方政府隐性债务的最大部分。但近两年由于地方政府债务置换以及一些

替代性融资方案的出现,这部分债务增速已从20%以上的高增速回落至10%左右,其占GDP的比例也相应走平。由于这些平台主要承担了基础设施建设投资及公益类建设,其财务状况并不理想,在平台与政府的现有关系架构下,可能还需要增加对平台企业的持续补贴。

同时,财政部联合国家发展改革委、司法部、人民银行、银监会、证监会发布的《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)也允许地方政府结合财力可能设立或参股担保公司(含各类融资担保基金公司),构建市场化运作的融资担保体系,鼓励政府出资的担保公司依法依规提供融资担保服务,地方政府依法在出资范围内对担保公司承担责任,以期建立“阳光化”和规范化的地方政府担保机制。但实践中违规担保和变相举债的行为仍有发生,其中,地方财政出具承诺函的行为并不少见,通常都是承诺对于融资平台企业贷款融资等融资业务,如果无法偿还本息,财政部门将负责协调或安排财政资金进行支付,或者直接将融资平台借债纳入财政中长期规划和相关预算。2017年财政部通报多起地方政府违法违规举债担保行为问题,地方政府也开始陆续撤销各种承诺函以及类似的安慰函、兜底函及其他形式的担保函,但能否真正向市场化方向转型关乎这部分地方政府或有债务的未来走向。

其次,以政府投资基金、专项建设基金、政府购买服务、PPP(政府和社会资本合作)项目等形式存在的“新马甲”成为地方隐性负债的主要形态。2015年以来,随着对地方融资的监管趋于严格,融资平台通过传统银行贷款以及部分影子银行渠道形成的债务余额有所减少的同时,为达到规避监管的目的,一些新型融资手段正通过政府投资基金、专项建设基金、政府购买服务、PPP项目等形式出现。这些变种融资模式使地方政府筹资结构更趋复杂,方式也更加隐蔽,导致地方政府隐性债务风险进一步增加,可能成为政府债务新的风险点。对于政府隐性债务风险的担心已成各界共识,政府连续出台了系列政策来防控这一风险,这使得那些“新马甲”虽然表面上呈现井喷式增长,但实际落地的项目却要少得多。尽管如此,鉴于这部分债务的模糊性(即界限不清)、复杂性与隐蔽性,特别是致其产生的内在机制仍未改变,须高度警惕。

再次,防范化解地方隐性债务风险,根本上应处理好政府与企业、中央与地方间错综复杂的关系,分出边界,厘清权责。一是要处理好中央政府与地方政府之间的责权关系。近两年在平衡支出责任和收入权力方面,改革举措基本上是从支出端发力,从2016年出台“推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革指导意见”到2018年初出台“基本公共服务领域中央与地方共同财政事权和支出责任划分改革方案”,适当强化了中央政府的支出责任。但收入端始终没有破题,中央与地方收入划分改革,地方主体税种的构建,时间表和路线图依旧不甚明了。在两端改革力度不一、地方对中央财政依赖度减幅有限的情况下,地方政府独立的信用基础就难以建立起来,“中央不救助”的威慑力就相对不足。二是要处理好地方政府与企业特别是融资平台之间的关系。在产权关系上,地方政府仍是城投企业的重要股东或实际控制人;在业务关系上,地方政府仍是城投企业的重要客户和收入源泉。面对规模可观的基建融资缺口和累积存量债务,城投企业所承担的政府融资职能在实际操作中还难以真正剥离。相比于非城投公司的一般国有企业,城投公司在更大程度上还是依赖于政府信用的支撑,其信用独立性尚未实现,财政兜底不可避免。三是要处理好地方财政与金融机构之间的关系。目前在化解金融风险的过程中,银行业资产和负债从“出表”到“回表”意味着某种程度的金融抑制的复归,商业银行的收入来源或将重新回到利差收益为主,相应的经营模式也可能回到追求贷款规模扩张下的息差收入的传统粗放形态。在金融机构的风险厌恶程度可能上升的情况下,或会进一步偏好有隐性支持的地方政府项目,从而强化金融功能财政化的倾向。

最后,应对地方隐性债务风险,既要改变政绩考核机制、打破刚兑、破除隐性担保、厘清权责,形成长效机制,又要有短期可操作性方案。一是加快构建资本预算制度,强化政府性融资行为的预算管控。建议推广编制重大基础设施建设中期融资规划,各级政府将实施或承担的公益性基础设施建设项目所有筹资来源,包括财政补助、各类股权和债权融资在内的所有融资全部纳入规划,并逐步将编制范围扩大到所有基础设施建设领域,向资本预算过渡,从预算源头加强债务风险管控,提高债务

资金使用的针对性和有效性。同时,推进权责发生制的政府综合财务报告制度改革,将各类债务融资和形成的相应资产编入政府资产负债表,强化债务投入的风险和收益管理,增强债务投入的可持续性。二是打造中国版的地方政府“市政项目收益债”,适度扩大新增专项债务限额。中央部署推进发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券,并在土地储备、收费公路两个领域先行先试,为地方政府探索建立规范的举债融资机制提供了重要的政策支持。目前,中央对新增专项债务实行严格的限额管理,限额规模与各地资金需求还有较大差距。鉴于新增专项债券投资项目具有相对稳定的收益现金流,形成的专项收入和政府性基金,能够覆盖债券还本付息,不形成赤字,建议中央继续扩大新增专项债务限额规模,并在分配时更多地考虑各地建设需求,进一步打开规范举债融资的“前门”。三是财政部 23 号文旨在切断地方政府隐性债务扩张的源头。2018 年财政部发布了《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金〔2018〕23 号)。通知指出,国有金融企业应严格落实《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43 号)等要求,除购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资,不得违规新增地方政府融资平台公司贷款,不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作项目资本金。

(四)金融部门加速去杠杆

1993—2016 年,金融部门杠杆率一路攀升,从不到 10% 分别上升到负债方统计的 67.7% 和资产方统计的 78.2%。但从 2017 年开始,金融去杠杆迈出实质性的步伐,这与非金融企业的去杠杆是步调一致的。2017 年,金融部门杠杆率分别回落 8.4 个百分点(资产方)和 4.8 个百分点(负债方)。相比于实体经济部门,金融部门可以说是加速去杠杆;且资产方口径杠杆率与负债方口径杠杆率之间的差距继续收窄,表现出表外业务仍在向表内回归(参见图 12)。

我国中央银行总资产比例较高,以国外资产为主。横向比较来看,中国央行的资产负债表规模高于美联储和欧央行,如图 13 所示。这主要是由于中国的法定准备金率较高使得货币乘数较低,从而需要较大规模的基础货币。另外,中国过去由于外汇储备增长过快,再通过央行票据进行对冲的操作,同时扩张了央行资产负债表的资产方和负债方规模。自 2008 年金融危机后,多个国家都实行了多轮量化宽松政策,使得其资产负债表加快扩张,日本央行的总资产规模已超过 GDP 的 90%。

在 2000 年之前,我国外汇储备和对商业银行的债权在资产方的占比较为接近,二者共同起到创造货币的作用。之后随着贸易顺差和 FDI,外汇占款不断增加,成了货币创造的主要手段。在这段时间里,央行对外的贷款(主要是对商业银行的各类基础货币投放工具)占比下降。但随着 2014 年以来外汇储备的见顶回落,对商业银行的贷款又逐渐成为货币投放的主要手段。2016 年外汇储备和

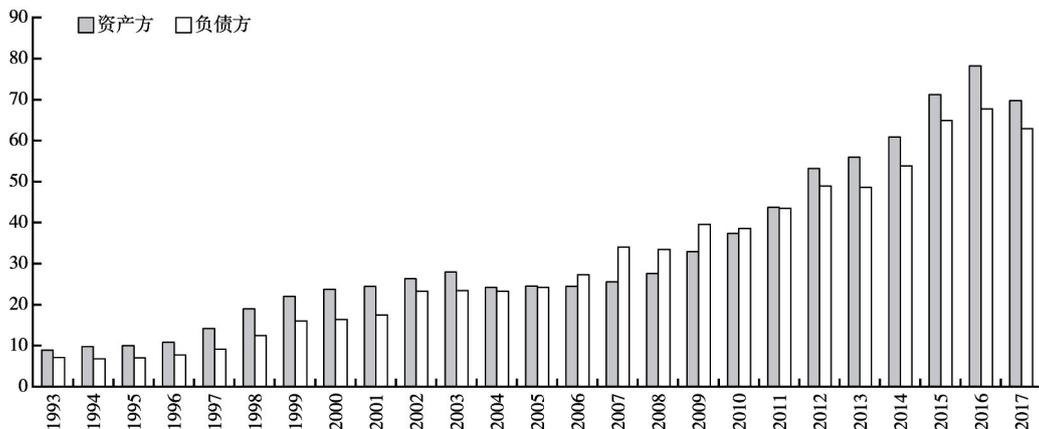


图 12 金融部门杠杆率(%)

资料来源:中国人民银行、国家统计局、Wind;国家资产负债表研究中心。

对商业银行债权分别占央行总资产的 68%和 27%。由于中国国债存量规模有限,中央银行持有国债的比例很低,不到总资产的 5%。

美国的情况则完全相反,国债始终是美联储所持有的最主要的资产。金融危机前,美联储持有的国债超过了总资产的 85%。金融危机后,由于采用了非常规货币政策,美联储开始购买 MBS(住房抵押贷款支持证券),目前国债和 MBS 分别占央行总资产的 55%和 40%,如图 14 所示。

金融危机发生后,常规货币政策不再有效,短期利率已降到足够低的水平,实际利率已经为负,但货币供给并未由于降息而扩张。在零利率的限制条件下,央行开始尝试各类非常规货币政策。最典型的的就是美联储、欧洲央行、日本央行等各国机构的扩表运动。以美联储为例,3 轮“量化宽松”以后美联储资产多扩张了 3 万亿美元。这需要通过多年的缩表过程才能恢复正常。央行缩表,减少基础货币供给是典型意义的金融部门去杠杆。

而中国的金融部门去杠杆是另一种类型的去杠杆。人民银行资产负债表中主要的资产是外汇储备,且并没有经历类似“量化宽松”那样的基础货币宽松政策。而商业银行的资产负债表却在金融危机之后发生了显著变化,由于影子银行和表外资产的发展,商业银行的资产负债表经历了高速增长阶段,主要推动力是金融机构间同业资产的上涨。同业资产一方面有利于规避监管,绕开严格监管

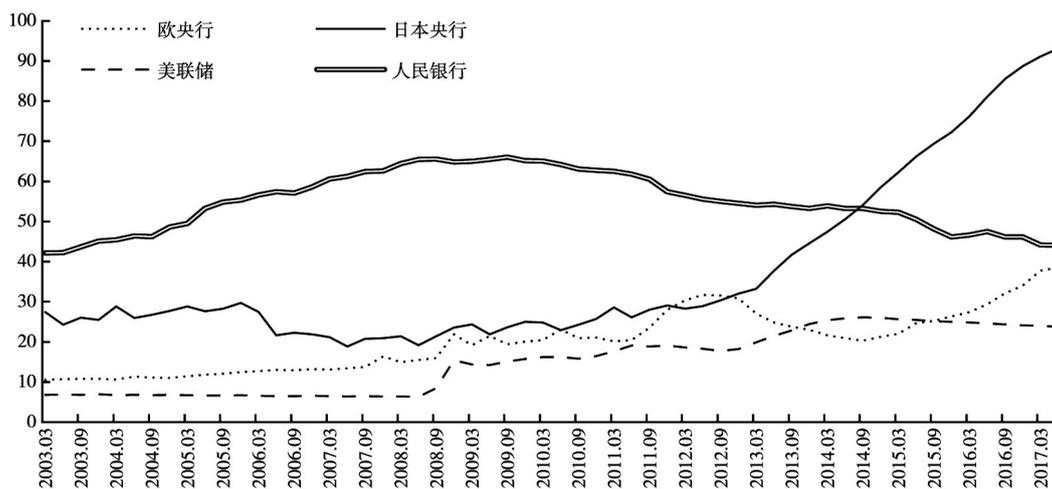


图 13 各国央行总资产与 GDP 比例 (%)

资料来源:各国央行;国家资产负债表研究中心。

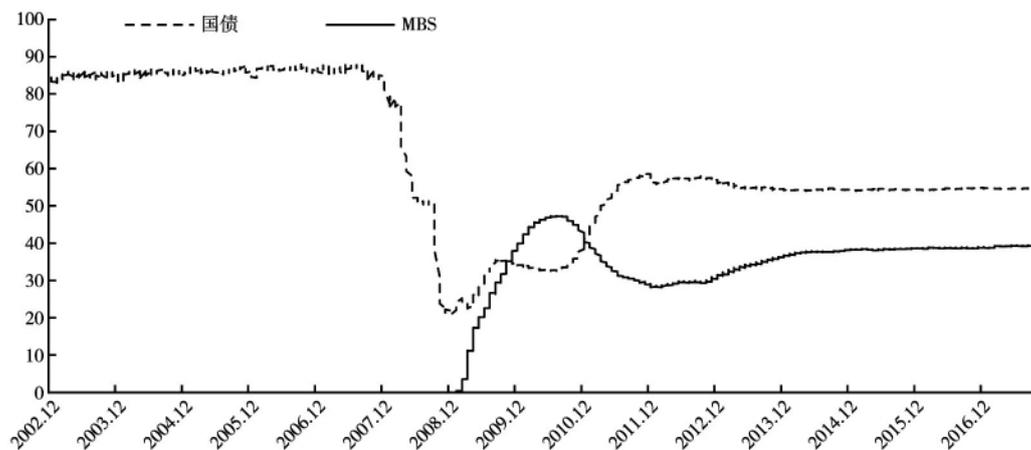


图 14 美联储主要资产占总资产的比例 (%)

资料来源:美联储;国家资产负债表研究中心。

政策将资金投放到房地产及限制投资的产能过剩行业;另一方面也通过表外渠道放大了货币乘数,增大了整体信贷规模。这一过程体现为银行总资产增速过高和银行同业资产占比上升。而当前金融部门去杠杆主要体现在银行总资产增速大幅放缓和同业资产占比逐渐下降上,如图 15 所示。

以上所描述的还仅仅是商业银行同业资产和负债的下降,2017 年多次出台金融监管政策,对非银行金融机构的资管产品进行了更为严格限制。2018 年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》是在 2017 年 11 月出台征求意见稿的基础上,结合实际反馈意见后所形成的正式指导意见。其总体思路是根据资管产品的类型制定统一监管标准,对同类资管业务做出一致性规定,实行公平市场准入和监管,最大程度地消除监管套利空间。由于金融部门杠杆率提高的主要原因即在于监管套利所产生的金融机构资产负债表多层嵌套问题,统一监管政策有效实施将有利于金融部门杠杆率的继续下降。对多层嵌套问题的严格监管,也会有利于资金更为通畅地流向健康企业,实现结构性去杠杆的目标,同时也有利于降低实体经济的融资成本,减小金融业增加值在 GDP 中占比。



图 15 商业银行总资产增速及同业资产占比(%)

资料来源:中国人民银行、Wind;国家资产负债表研究中心。

三、结构性去杠杆的基本逻辑

2018 年,中央财经委员会首次提出了结构性去杠杆的基本思路,这是防范和化解金融风险的重要举措。去杠杆并非全社会各部门的杠杆率一起下降,在历史上杠杆率快速下降往往伴随着金融危机的发生。科学的去杠杆方式应是在总体杠杆率稳定的环境下局部去杠杆,这是结构性去杠杆的基本出发点。

杠杆率并非完全都是有害的,其与经济活动的关系也并非完全线性。在某些时候,杠杆率有利于经济增长。Lombardi et al(2017)对全球金融危机之后的 7 年里 54 个国家或经济体居民杠杆率增加值与居民消费水平增速的实证分析说明,二者无条件的正相关性十分明显。

但更多的研究也指向了杠杆率对经济增长的副作用。Schularick & Taylor(2012)与 Jordà et al(2016)都认为居民部门的高额债务可以起到预示金融危机的作用,同时对于危机之后的衰退程度起到决定性作用。Borio et al(2016)认为债务膨胀会引发资源错配,从而降低全要素生产率(TFP),这会使实际经济增速在长期内受到影响。Reinhart & Rogoff(2010)用简单划分的方式来研究政府债务与 GDP 增速,发现当政府杠杆率低于 90%时,其与 GDP 增速呈现弱相关关系;但当政府杠杆率高于 90%后,杠杆率每上升 1 个百分点,GDP 增速会下降 1 个百分点。马勇、陈雨露(2017)在模型中加入杠杆率的二次项,并检验出二次项的系数为负,从而判断出私人部门(居民与非金融企业)杠杆

率的拐点为 1.486,即如果杠杆率在拐点以下,其与 GDP 增速为同向关系,超过拐点则变为反向关系。

由此可见,在不同环境下杠杆率对经济活动的影响方向是不同的。桥水基金的达里奥将历史中的去杠杆过程分为“糟糕的通缩去杠杆”“糟糕的通胀去杠杆”和“好的去杠杆”。“糟糕的通缩去杠杆”指经济衰退伴随着债务违约过程中的杠杆率下降,例如日本 1990 年至今的情况;“糟糕的通胀去杠杆”指政府通过发行货币导致恶性通货膨胀达到稀释债务去杠杆的目的,例如 1918—1923 年德国魏玛共和国时期;“好的去杠杆”则是指经济保持均衡增长,债务增速下降,例如美国 2009 年 3 月之后收入水平恢复伴随债务水平下降的过程(Dalio,2012)。纵观其他国家的历史,成功的去杠杆过程都是在杠杆率逐渐企稳并缓慢下降的过程中实现的,并且,总杠杆率缓慢企稳的过程中,一定会伴随着各部门杠杆率结构的再平衡过程。美国在金融危机之后,其居民部门杠杆率有了显著下降,但政府部门杠杆率却在上升,新增的政府债务有利于美国经济企稳并且降低了整体杠杆率过快下降的风险。

结构性去杠杆强调的是在总体杠杆率水平不变的情况下,通过改善部门内部杠杆率结构来降低风险。其背后的逻辑在于不同部门、不同主体负债能力与运行效率是不一样的,从而其承担风险的能力也不一样。

首先,公共部门与私人部门的区别。政府因其自身的信用以及其掌控的资源,一般来讲比私人部门承受债务的能力要强,这从历次危机都要由政府来救市可见一斑。比如美联储资产负债表的扩张以及赤字增加债务上限的提高。这些,都是通过一个更大规模的政府,或者说,政府杠杆率的提高,来缓解因私人部门被迫去杠杆所带来的经济下行风险。对于我国而言,更是如此。大规模经济刺激计划以及与之相匹配的银行信贷和国有经济的扩张,从而广义政府资产负债表的扩张,正是我国应对危机的基本手段。当然,救市方式的选择,最终会涉及成本收益。但总体而言,政府在为资源误配置带来的后果(包括坏账、不稳定甚至危机)买单。而且,相对于发达经济体,我国政府掌控着更多的资源,因此,其在救市中更有能力和自信。从而,私人部门杠杆率(如企业)下降,而政府(特别是中央政府)杠杆率上升,有利于缓释经济体的风险。

其次,内债和外债的区别。外债一般来讲比内债风险更大,原因在于外债是刚性的,需要有硬资产(为外国接受)以及出口创汇能力。而内债,刚性较弱,毕竟政府可以采取多种手段来应对。无论是拉美债务危机还是亚洲金融危机,都和大量的外债无法偿还有很大关系。美国有大量外债,但美元是国际储备货币,因此,其外债相当于内债,即通过发行货币就可以解决;日本内债多而外债少,因此,尽管总杠杆率很高,但其风险并没有其杠杆率所呈现的那么高。从这个角度,如果内债增加,外债减少,实际上也会带来风险的下降。

再次,居民与企业的分别。居民是社会净储蓄的提供者,而企业基本上是靠负债经营,靠杠杆来发展。因此,一般而言,居民部门债务承受能力要强于企业。尤其是,当居民部门杠杆率水平相对(国际)较低,负债空间较大的情况下,居民部门适度加杠杆、企业部门去杠杆会有利于降低总体杠杆率风险。当然,也要关注居民部门自身的风险。虽然居民部门总体上是净储蓄的提供者,但在结构上,也会出现不少负资产的家庭(因为贫富差距的存在)。因此,居民部门的杠杆率风险主要是结构性的。

最后,不同企业的分别。企业也有高效低效之分,高效率企业负债能力强,低效率企业负债能力弱。如果能做到高效率企业加杠杆,低效率企业去杠杆,实际上也会降低杠杆率风险。

以上分析表明,尽管杠杆率水平是重要的,但杠杆率内部结构也是评估风险的重要维度。并且,在总杠杆率不能很快实现下降的情况下,更多关注杠杆率内部结构的调整意义更为重大。那种认为杠杆率内部结构的调整不过是杠杆转移和风险转嫁的看法是缺乏理论常识和理性分析的。由此我们强调,在谈论我国债务风险的时候,那些无视杠杆结构改善而只专注于杠杆率总水平的观点是有失偏颇的。

四、政策建议与未来前景

走出危机的应急举措是刺激需求,因此,理论上加杠杆是正途,这就造成去杠杆与稳增长两难。世界各国都纠结于财政货币扩张与去杠杆之间的微妙平衡。事实上,即便是国际货币基金组织,也总体上赞成局部去杠杆,但对于政府的加杠杆则采取默认和赞成的态度。危机以来全球去杠杆的事实再次表明,短期要实现总体去杠杆的目标难以实现。尤其重要的是,如果面临局部去杠杆的任务(比如美国的居民与金融部门去杠杆,中国的企业部门去杠杆),就需要其他部门的适度加杠杆以保证债务收缩不会太快,总需求保持相对稳定,从而经济能够平稳增长。在总体杠杆率难以降低情况下,实现杠杆率在部门间转移是降低风险的重要手段而不是所谓的“障眼法”。

一些学者一提到去杠杆,恨不得每个部门都要去杠杆(比如有学者提出居民部门去杠杆)。这种一厢情愿的、急躁冒进的想法,未能着眼于中国经济发展的全局,未能着眼于杠杆率变化的长周期,以及未能着眼于改革、发展与稳定三者的统一。去杠杆要坚持稳中求进总基调:只有总杠杆率稳了、宏观经济稳了,才有条件实现局部的去杠杆;而局部完成去杠杆,宏观杠杆率才能得到有效控制。总体稳杠杆是局部去杠杆的前提,结构性去杠杆是总体稳杠杆的条件。

就当前而言,去杠杆的重点在于国有企业与地方政府(隐性债务);为保持总杠杆率的基本稳定,(中央)政府部门及居民部门适度加杠杆是理性的选项。鉴于居民部门近年来杠杆率攀升过快,提示居民杠杆率风险、促进居民杠杆率趋稳是务实之举,但呼吁居民去杠杆却不切实际。

就未来而言,三年面临“三大攻坚战”,第一个就是防范化解重大风险,其中系统性金融风险首当其冲。去杠杆是缓解系统性金融风险的重要举措。因此,对于去杠杆怎样强调都不为过;至少在2020年之前,去杠杆都将一直是工作重点。这一政策考量使我们有理由推测,在2020年监管体制逐步完善、监管政策全面到位、宏观杠杆率得到有效控制、防范化解风险取得决定性进展的情况下,中国经济将会进入一个平稳健康发展的平台,那个时候,政策基调和重点工作可能会有所调整——在金融开放、国际竞争背景下突出提升金融业的活力和效率,从而在风险与效率、稳定与创新的权衡中,逐步偏向于后者(效率和创新)。当然,这是一种乐观预期。如果防范化解风险未能取得实质性进展,政策目标远没有实现,那么,这一场去杠杆的硬仗还要继续打下去。

参考文献:

- 马勇 陈雨露,2017:《金融杠杆、杠杆波动与经济增长》,《经济研究》第6期。
- Borio, C. et al(2016), “Labor reallocation and productivity dynamics: Financial causes, real consequences”, BIS Working Paper, No. 534.
- Dalio, R. (2012), “An indepth look at deleveragings”, Bridge Water Report.
- Jordà, Ò. et al(2016), “The Great Mortgaging: Housing finance, crises and business cycles”, *Economic Policy* 31 (85):107—152.
- Lombardi, M. et al(2017), “The real effects of household debt in the short and long run”, BIS Working Paper, No. 607.
- Reinhart, C. M. & K. Rogoff(2010), “Growth in a time of debt”, *American Economic Review* 100(2):573—578.
- Schularick, M. & A. M. Taylor(2012), “Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870—2008”, *American Economic Review* 102(2):1029—1061.

(责任编辑:胡家勇)

(校对:何伟)